Валерий СМИРНОВ,
заместитель начальника управления развития инструментов денежно–кредитной политики и анализа трансмиссии на финансовых рынках, департамент денежно–кредитной политики, Банк России

Роль флоатеров в оценке ожиданий рынка по ключевой ставке

При реализации денежно-кредитной политики Банк России стремится поддерживать однодневные ставки денежного рынка на уровне своей ключевой ставки. Для этих целей он проводит операции по предоставлению и абсорбированию ликвидности на аукционной основе, чтобы регулировать уровень ликвидности банковского сектора. Однако, управляя процентными ставками на сегменте овернайт денежного рынка, Центробанк в рамках процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в конечном счете хочет оказать влияние на ставки в реальном секторе экономики и через них — на кредитную и сберегательную активность. Поэтому важным является вопрос о том, на каком уровне формируются ожидания относительно будущей динамики ключевой ставки Банка России, поскольку они будут закладываться участниками рынка в кривые доходностей на денежном рынке и рынке капитала.

Кривые доходностей на денежном рынке и рынке капитала используются российскими банками при построении их кривых трансфертного ценообразования. Добавление к трансфертным ставкам различных премий (например, премий за кредитный риск на контрагента, операционные расходы и норму прибыли на капитал в случае кредитных ставок) формирует уровни ставок на кредитно-депозитном рынке, которые банки будут транслировать своим корпоративным и розничным клиентам.

Таким образом, ожидания участников рынка относительно будущей динамики ключевой ставки Банка России являются значимой компонентой ставок на кредитно-депозитном рынке. Поэтому, проводя денежно-кредитную политику, Банку России важно оценивать ожидания рынка и степень их соответствия траектории ключевой ставки, закладываемой в макроэкономическом прогнозе ЦБ. Интересно посмотреть в этой связи, как обстоит дело с оценкой ожиданий рынка по ключевой ставке в российской практике.

Структура российского денежного рынка, как и во многих других странах, смещена в сторону сегмента овернайт. Несмотря на значительный объем открытых позиций на сроки более одного дня, среднедневные обороты на овернайте составляли в 2017 году более 90% от суммарных оборотов на денежном рынке.

В целом это нормальная ситуация: денежный рынок преимущественно служит для покрытия кассовых разрывов казначейских подразделений крупнейших банков, и для этих целей однодневные операции являются наиболее предпочтительными.

Одним из следствий этого является практически полное отсутствие торгуемых кривых доходностей на денежном

рынке[1], в результате чего широкое распространение получили индикативные фиксинги: MosPrime, ROISfix, NFEA FX Swap и прочие. Трехмесячная ставка MosPrime, в свою очередь, является базовой ставкой для процентных и кросс-валютных свопов, формирующих кривую доходностей на рублевом денежном рынке на сроки более одного года.

Несмотря на большое количество имеющихся кривых доходностей на денежном рынке, оценить на их основе ожидания участников рынка относительно будущей динамики ключевой ставки Банка России достаточно трудно. В теории одним из наиболее удобных инструментов для этого является кривая по рублевым OIS, из которой можно достаточно легко извлекать ожидания рынка по ставке RUONIA. Поскольку Банк России поддерживает однодневные ставки денежного рынка на уровне своей ключевой ставки, то де-факто ожидаемые значения ставки RUONIA и ключевой ставки Банка России будут совпадать.

Однако оценка ожиданий по ключевой ставке из кривой OIS имеет ряд особенностей. Во-первых, это методика расчета ROISfix, базирующаяся на выставляемых банками-контрибьюторами индикативных котировках, а не на фактических сделках, поскольку расчет ROISfix на основании фактических сделок в настоящее время невозможен из-за низкой ликвидности рынка процентных деривативов. Другая проблема — это наличие значений фиксинга ROISfix только на сроках до одного года включительно, что делает невозможным оценить ожидания по ключевой ставке на более длинные сроки без дополнительных специальных предположений.

Помимо котировок OIS, для этих целей можно использовать котировки фьючерсов на RUONIA, торгующихся на Московской Бирже. Однако в данном случае возникают примерно те же проблемы, что и в случае с кривой ROISfix, связанные с низкой

[1] Из имеющихся индикаторов, рассчитываемых на основе фактических сделок на сроки свыше одного дня, есть разве что MOEXREPO и MIACR для рынков РЕПО и МБК соответственно. Однако ставки MOEXREPO по сделкам РЕПО с ЦК с облигациями и акциями рассчитываются Московской Биржей только на сроки один день и одна неделя. Ставка MIACR формально рассчитывается на сроки до шести месяцев, но де-факто ставки на сроки свыше одной недели обычно также не публикуются из-за фильтра на минимальное количество сделок для расчета индикатора. Кроме того, для ставок MIACR возникают проблемы из-за отсутствия гомогенности контрагентов по кредитному риску и «диапазонного» характера сроков, на которые рассчитывается индикатор.

Рисунок 1. В долгосрочной перспективе ставка RUONIA остается вблизи ключевой ставки Банка России

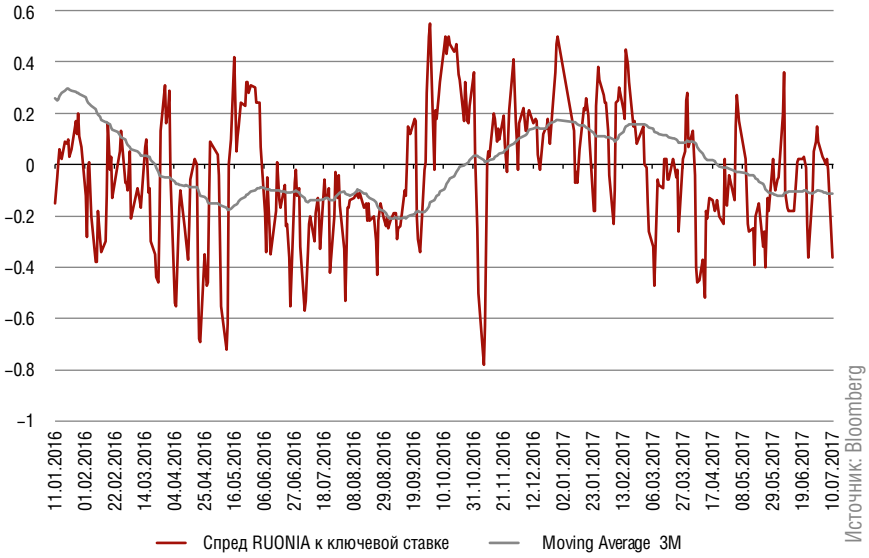


Рисунок 2. Среднедневной объем открытых позиций на рублевом денежном рынке

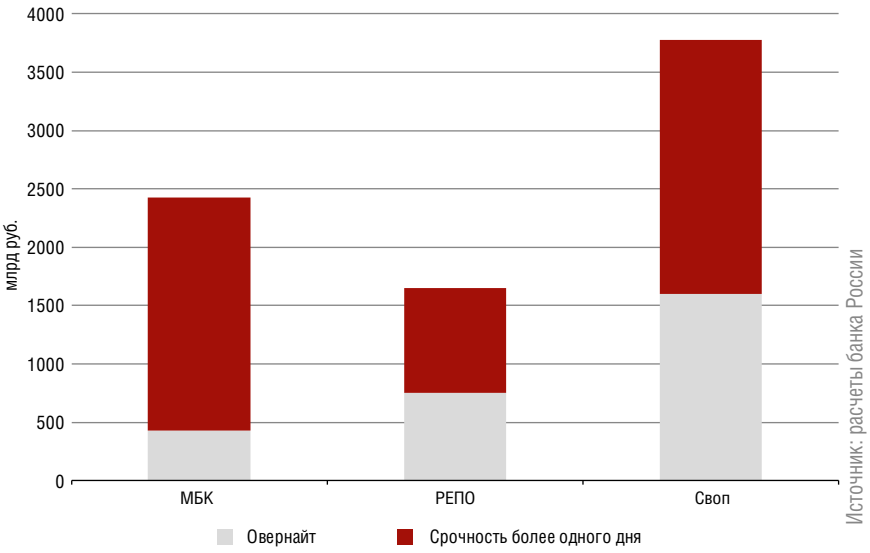


Рисунок 3. Среднедневные обороты рублевого денежного рынка

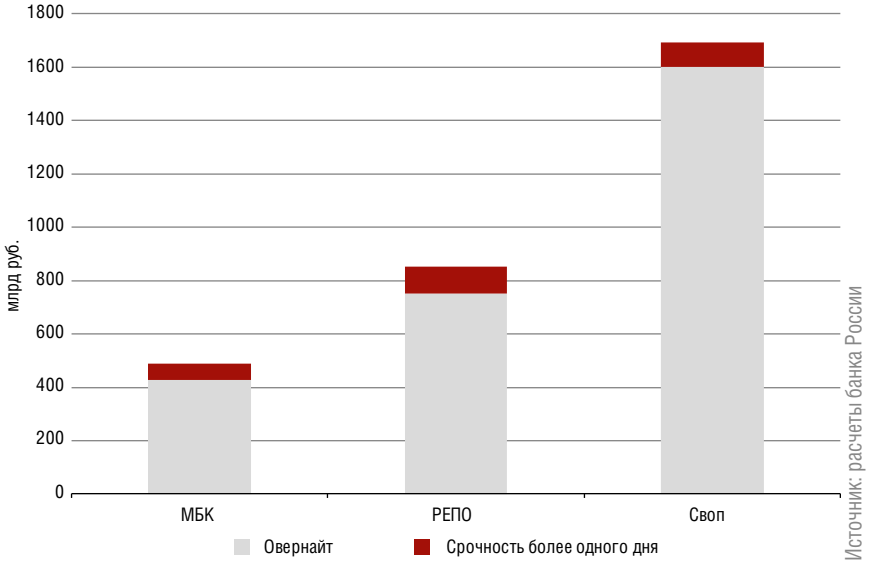


Рисунок 4. Среднедневные обороты рынка процентных/процентно-валютных деривативов

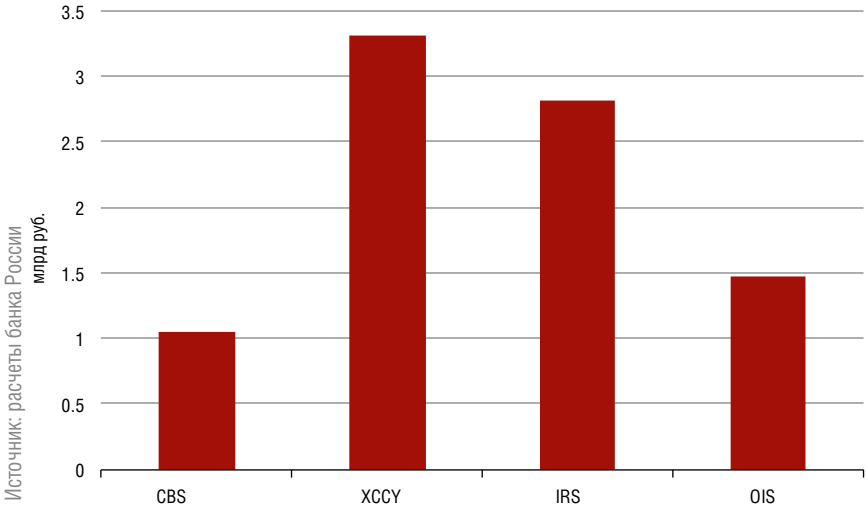


Рисунок 5. Обороты рынка ОФЗ-ПК в разбивке по типу участников

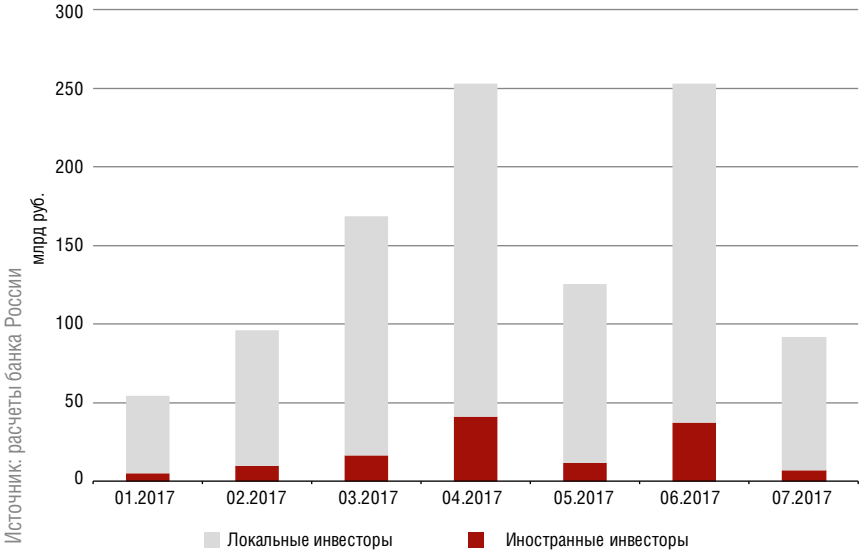
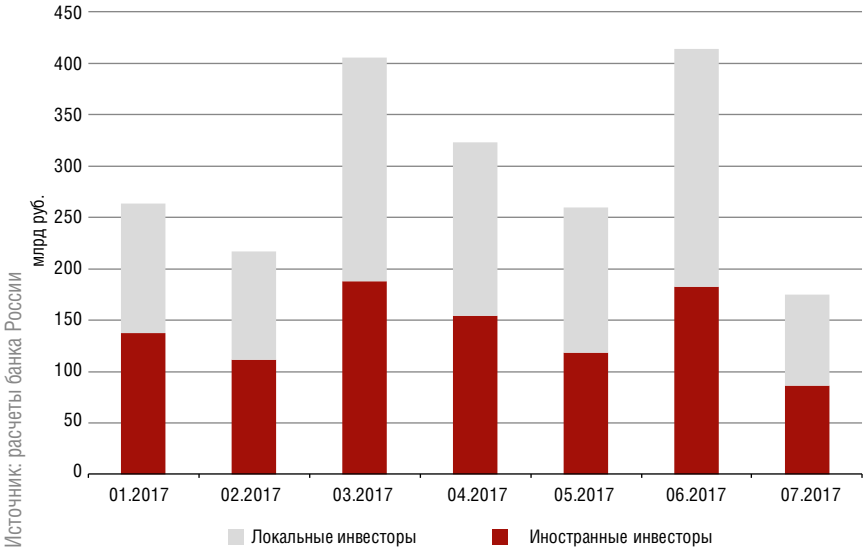


Рисунок 6. Обороты рынка ОФЗ-ПД в разбивке по типу участников



ликвидностью инструмента и его срочностью, которая ограничена одним годом.

Хорошей альтернативой кривым доходностей на денежном рынке является использование флоатеров Минфина (ОФЗ-ПК — облигаций федерального займа с переменным купонным доходом, привязанным к ставке RUONIA) в предположении, что существует траектория ключевой ставки Банка России, при которой ОФЗ с постоянным и переменным купонным доходом дают сопоставимую доходность. Поскольку ОФЗ-ПК обладают сравнительно высокой ликвидностью на вторичном рынке (среднедневной оборот по всем основным выпускам на вторичном рынке составляет 1–2 млрд руб.), в этом случае проведение всех расчетов возможно на основании фактических цен, а не индикативных котировок. При этом наличие среднесрочных выпусков ОФЗ-ПК (например, ОФЗ-29006-ПК с погашением в 2025 году) позволяет оценивать ожидания по ключевой ставке на горизонтах более одного года.

Однако оценка ожиданий по RUONIA из котировок ОФЗ-ПК не лишена своих недостатков. Так, предположение о том, что облигации федерального займа с постоянным и переменным купонным доходом должны давать примерно сопоставимую доходность, в реальности может оказаться не вполне корректным. Поскольку ОФЗ-ПК не входят в какие-либо глобальные индексы, доля нерезидентов в этих бумагах заметно ниже по сравнению с ОФЗ-ПД. В результате основная торговая активность во флоатерах приходится на крупнейшие российские банки.

Это приводит к тому, что для основных участников рынка ОФЗ-ПК, имеющих доступ к рублевому фондированию на овернайте по ставке, близкой к RUONIA, фактически важна премия по этим бумагам к ставке денежного рынка. В то же время нерезиденты, занимающие существенную долю рынка ОФЗ-ПД, находятся в совершенно другой ситуации. Поэтому с учетом разной структуры оборотов в разрезе участников доходности ОФЗ-ПД и ОФЗ-ПК не обязательно должны быть сопоставимы.

Но в целом эта проблема не выглядит фатальной. Со временем по мере включения ОФЗ-ПК в глобальные индексы облигаций доля нерезидентов в этих бумагах будет расти, и ценообразование на рынках облигаций федерального займа с постоянным и переменным купонным доходом станет более сопоставимым. Как следствие, повысится и эффективность оценок ожиданий рынка по уровню ключевой ставки, получаемых из котировок ОФЗ-ПК.

Надстройка Cbonds:

CBONDS ADD-IN

Пользуйся функционалом

Получай данные

Прямо в MS Excel

Эмиссии
Основные параметры, биржевые котировки, котировки участников рынка, график выплат и оферты

Биржевые котировки
- по бирже на дату
- по бумаге за период

Индексы
250 региональных индексов семейства Cbonds и статистика долговых рынков

Календарь событий
Размещения, выплаты купонов и амортизация, оферты и погашения

Watchlist
Мониторинг избранных эмиссий по 30 параметрам

Калькулятор
Расчет доходности и дюрации, выпуклости и стоимости одного б.п

Карты рынка
43 различные карты по странам, секторам и отраслям

Подробнее:
http://cbonds.ru/addin

Уточнить доступ:
pro@cbonds.info

Реклама